

华能国际（600011）

2023 年年报点评：分红率 57%，关注火电资本开支下行周期行业分红率的持续改善

买入（维持）

2024 年 03 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	246,725	254,397	265,480	271,375	289,333
同比	20.31%	3.11%	4.36%	2.22%	6.62%
归母净利润（百万元）	-7,387	8,446	13,083	15,678	17,525
同比	26.17%	214.33%	54.91%	19.83%	11.78%
EPS-最新摊薄（元/股）	-0.47	0.54	0.83	1.00	1.12
P/E（现价&最新摊薄）	-	16.73	10.80	9.01	8.06

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.00
一年最低/最高价	6.90/10.55
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	98,979.39
总市值(百万元)	141,282.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.35
资产负债率(% LF)	68.33
总股本(百万股)	15,698.09
流通 A 股(百万股)	10,997.71

相关研究

《华能国际(600011)：2023 业绩快报：23Q4 受减值风险短期拖累，24 盈利能力和有望进一步提升》

2024-02-05

《华能国际(600011)：2022 半年报预告点评：电价同比上涨 21%，煤价高企拖累业绩表现》

2022-07-18

■ **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 2543.97 亿元，同比增长 3.11%；实现归母净利润 84.46 亿元，同比增长 214.33%。单 Q4 看，Q4 实现营业收入 630.75 亿元，同比增长 0.48%；实现归母净利润-41.18 亿元，同比增长-19.5%。值得注意的是，在当前利润水平下，公司实现 2023 年现金分红比例 57.14%。

■ **2024 年关注火电板块预期分红率的改善。**火电行业因其业绩的强波动性不是传统意义上的高分红率行业，但是我们关注到受益于煤电行业资本开支退坡趋势，叠加 2024-2025 年动力煤价格下行通道，我们预计 2024 年价格中枢下降 100-200 元/吨至 800-900 元/吨，火电板块有望出现行业公司分红率提升的现象。国家发改委确定了煤电三步走规划：十四五时期“增容控量”，十五五“控容减量”，十五五后“减容减量”，我们判断随着煤电行业控容减量时代的到来，煤电行业资本开支下行趋势基本确定，行业分红比例有望显著提升。2023 年公司实现现金分红比例 57.14%，继续关注预期 2024/2025 年火电板块业绩和分红持续双改善。

■ **公司受益于成本端煤炭均价下降 115.78 元/吨，公司 2023 年归母净利润大增 214%：**2023 年我国动力煤供需由紧平衡向宽松转变，动力煤价格下行，但依然处于历史相对高位，2023 年全年公司共采购煤炭 2.12 亿吨，煤炭采购均价同比降 115.78 元/吨。23 年 11 月-24 年 2 月维持 910-950 元/吨，近 2 周淡季跌破 900 元/吨。截至 2024/3/20，秦皇岛港动力煤 5500 大卡价格为 847 元/吨，同比-23.5%，同比降 260.5 元/吨。

■ **2023 年公司实现上网电量同比+5.33%、上网电价-0.23%：**2023 年公司累计完成上网电量 4478.56 亿千瓦时，同比增长 5.33%；实现上网电价 508.74 元/兆瓦时，同比-0.23%。分电源品种来看，公司煤机实现上网电量 3758.04 亿度，同比增长 3.27%；燃机实现上网电量 277.06 亿度，同比增长 5.15%；风电实现上网电量 318.35 亿度，同比增长 16.14%；光伏实现上网电量 109.11 亿度，同比增长 81.67%。2023 年，全社会用电量增长带动公司发电量同比上升。公司火电继续发挥顶峰出力和支撑调节作用，发电量同比继续增长。

■ **分部利润看：2023 年燃煤板块和光伏板块利润增长显著。**2023 年燃煤板块实现利润总额 4.33 亿元，同比增长 102.5%；燃机板块实现利润总额 7.77 亿元，同比增长 35.08%；风电板块实现利润总额 59.13 亿元，同比增长-5.16%；光伏板块实现利润总额 20.44 亿元，同比增长 78.08%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑煤价下行影响，我们调整公司 2024-2025 年公司归母净利润从 119.33 亿元、137.63 亿元至 130.83 亿元、156.78 亿元，预计公司 2026 年归母净利润为 175.25 亿元，同比增长 54.9%、19.8%、11.8%，对应 PE 为 11、9、8 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电力需求超预期下降的风险，减值风险等

华能国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	90,744	101,727	128,520	156,511	营业总收入	254,397	265,480	271,375	289,333
货币资金及交易性金融资产	16,850	23,802	46,966	71,667	营业成本(含金融类)	223,575	230,967	233,383	243,040
经营性应收款项	52,995	54,656	57,016	59,991	税金及附加	1,635	1,814	1,728	1,893
存货	11,899	13,924	14,909	15,089	销售费用	238	231	229	255
合同资产	45	77	80	85	管理费用	6,448	6,678	6,635	7,229
其他流动资产	8,955	9,267	9,549	9,679	研发费用	1,533	1,682	1,708	1,799
非流动资产	450,415	460,626	469,200	475,897	财务费用	8,868	8,246	8,622	8,857
长期股权投资	22,685	23,583	24,473	25,365	加:其他收益	1,347	2,168	2,313	0
固定资产及使用权资产	316,627	331,171	343,924	354,852	投资净收益	2,797	1,176	1,252	0
在建工程	57,790	52,027	46,469	40,843	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	15,682	16,100	16,503	16,912	减值损失	(3,099)	(1,311)	(1,226)	(1,255)
商誉	11,644	11,763	11,854	11,954	资产处置收益	100	289	325	0
长期待摊费用	310	310	310	310	营业利润	13,246	18,184	21,734	25,006
其他非流动资产	25,677	25,672	25,667	25,662	营业外净收支	(244)	0	0	0
资产总计	541,159	562,353	597,720	632,408	利润总额	13,002	18,184	21,734	25,006
流动负债	163,999	159,345	165,785	170,103	减:所得税	3,919	2,282	2,808	4,635
短期借款及一年内到期的非流动负债	91,500	91,654	96,046	98,320	净利润	9,082	15,902	18,927	20,371
经营性应付款项	22,563	24,886	25,833	26,544	减:少数股东损益	637	2,819	3,248	2,845
合同负债	3,380	3,762	3,927	4,144	归属母公司净利润	8,446	13,083	15,678	17,525
其他流动负债	46,556	39,043	39,979	41,095	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.83	1.00	1.12
非流动负债	205,797	215,797	225,797	235,797	EBIT	22,230	26,430	30,356	33,863
长期借款	162,348	172,348	182,348	192,348	EBITDA	47,361	57,815	63,401	68,776
应付债券	28,038	28,038	28,038	28,038	毛利率(%)	12.12	13.00	14.00	16.00
租赁负债	6,158	6,158	6,158	6,158	归母净利率(%)	3.32	4.93	5.78	6.06
其他非流动负债	9,253	9,253	9,253	9,253	收入增长率(%)	3.11	4.36	2.22	6.62
负债合计	369,797	375,142	391,583	405,900	归母净利润增长率(%)	214.33	54.91	19.83	11.78
归属母公司股东权益	132,139	145,168	160,846	178,372					
少数股东权益	39,224	42,043	45,291	48,136					
所有者权益合计	171,363	187,211	206,137	226,508					
负债和股东权益	541,159	562,353	597,720	632,408					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	45,497	46,709	58,899	64,620	每股净资产(元)	3.35	4.18	5.17	6.29
投资活动现金流	(55,226)	(41,442)	(41,267)	(42,865)	最新发行在外股份(百万股)	15,698	15,698	15,698	15,698
筹资活动现金流	9,417	1,739	5,532	2,947	ROIC(%)	3.50	4.89	5.27	5.16
现金净增加额	(366)	6,952	23,164	24,701	ROE-摊薄(%)	6.39	9.01	9.75	9.83
折旧和摊销	25,131	31,385	33,044	34,913	资产负债率(%)	68.33	66.71	65.51	64.18
资本开支	(59,218)	(41,695)	(41,603)	(41,947)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.73	10.80	9.01	8.06
营运资本变动	(627)	(8,839)	(1,581)	(1,245)	P/B(现价)	2.69	2.16	1.74	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>